

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 200342006

UDC \_\_\_\_\_

厦门大学

硕士学位论文

我国封闭式基金高折价问题  
与封闭式基金转型研究

A Study of Closed-end Fund Discount in China  
and Transforming Mechanism

陈巍

指导教师姓名: 陈善昂 副教授

专业名称: 金融学

论文提交日期: 2006 年 4 月

论文答辩时间: 2006 年 5 月

学位授予日期:

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2006 年 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。  
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在      年解密后适用本授权书。

2、不保密（√）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期：      年    月    日

导师签名：

日期：      年    月    日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘要

封闭式基金“折价”现象是指封闭式基金的交易价格系统性偏离它们资产净值（NAV）。折价是国内外封闭式基金市场的普遍现象，并一直是理论和实务界关注的焦点问题，国外学术界有人甚至称之为“封闭式基金折价之谜”。根据有效市场假说，市场能对所有可得信息迅速做出充分反应，封闭式基金折价交易对该理论提出挑战。理解封闭式基金折价背后的机制和影响因素，不仅有助于指导封闭式基金本身的管理和投资，而且由于影响封闭式基金折价的因素同样关系到开放式基金的赎回压力，因而它对开放式基金流动性管理也具有重要启示意义。

本文就这一问题对在沪深两地证券市场交易的封闭式基金做一番研究，对我国封闭式基金折价产生的原因进行剖析，并在此基础上提出一些建议。首先介绍国内外封闭式基金折价的现状，然后回顾了各国学者对封闭式基金折价问题所作的研究。在理论研究与实证研究相结合、定性分析与定量分析相结合的基础上，采取了一阶差分、时间序列等各种统计分析方法，特别是创新性地运用多变量逐步回归分析方法，研究了影响我国基金折价率大小的具体因素，得出了“基金规模大小、上市时间、分红情况等因素对基金折价率具有显著影响”的结论。

封闭式基金大幅折价现象损害了基金持有人的利益，也严重阻碍了封闭式基金的发行。文章最后从封闭式基金转开放的动因、转型的可行性及“封转开”过程中将会面临的问题几个方面对封闭式基金转型进行探讨。

**关键词：**封闭式基金； 高折价； 转型机制

厦门大学博硕士论文摘要库

## Abstract

The closed-end funds discounts refers to the phenomenon that the price of them deviates from the net asset value (NAV) of their underlying portfolio. Closed-end funds discounts can be found in both mature and emerging markets. And it provides a startling counter example to the well-known efficient market hypothesis, which states that security markets are expected to be informationally efficient. As a common phenomenon in the capital market, the discount of the closed-end fund has been studied deeply in domestic and abroad, which is called “the closed-end fund puzzle”, the empirical finding that closed-end shares typically sell at prices not equal to the per share market value of assets the fund holds. Understanding the mechanism of the back and influence factors of discount of the closed-end fund, it does not merely contribute to guiding the management and investment of the closed-end fund itself, but also it has a meaning of important enlightenment that it manages the mobility of open-end fund. We try to propose some pointed effectiveness polices and suggestions for the supervisors’ conclusion to contribute to standardization of security investment funds market.

This paper is on the foundation that theoretical research combines with empirical test, and qualitative analysis combines with quantitative analysis. Various empirical methods, such as descriptive statistics, first-difference method and time series statistic analysis methods are adopted in the paper. The most innovation of this paper is that multifactor linear regression model closed-end fund discounts by the means of stepwise regression is used to analyze the influential factors: scale, listing time and dividend expectation are relatively prominent.

Lastly, according to the above analysis of closed-end fund discount, the paper discusses the closed-end fund transforming mechanism to settle the problems the closed-end fund discount brings.

**Key Words:** Closed-end Fund; High Discounts; Transforming mechanism

厦门大学博硕士论文摘要库



目 录	
导 论 .....	1
一、研究背景与问题提出 .....	1
二、选题意义.....	2
三、研究方法.....	3
四、文章结构安排.....	3
第一章 封闭式基金折价交易概述 .....	4
一、封闭式基金及其折价交易的相关概念 .....	4
(一) 封闭式基金概述 .....	4
(二) 封闭式基金的折价交易 .....	4
二、国外封闭式基金的发展及其折价交易现状 .....	4
(一) 国外封闭式基金发展概况 .....	4
(二) 国外封闭式基金的折价交易现状 .....	5
(三) 国外封闭式基金折价交易的成因 .....	6
三、我国封闭式基金折价交易现状及其表现特征 .....	9
(一) 我国封闭式基金发展概况 .....	9
(二) 我国封闭式基金折价的表现特征 .....	9
(三) 国内封闭式基金折价交易成因 .....	10
第二章 文献综述 .....	12
一、经济理性框架下对封闭式基金折价的解释 .....	12
(一) 资本利得税赋理论 .....	12
(二) 资产流动性缺陷理论 .....	13
(三) 代理成本理论 .....	14
(四) 市场分割理论 .....	14
(五) 理性框架下的最新解释 .....	15
二、行为金融学框架下对封闭式基金折价的解释 .....	16
(一) 封闭式基金折价的噪声交易假说和投资者情绪假说的产生 .....	16

(二) 现有文献对投资者情绪假说的批评 .....	18
<b>第三章 我国封闭式基金折价原因的实证考察 .....</b>	<b>20</b>
<b>一、我国基金折价现象的统计特征分析 .....</b>	<b>20</b>
(一) 基金折价序列的平稳性检验 .....	20
(二) 基金折价率的协整性 .....	21
<b>二、我国封闭式基金折价原因的实证考察 .....</b>	<b>22</b>
(一) 影响基金折价因素的逐步回归分析 .....	22
(二) 分阶段逐步回归分析 .....	24
<b>三、结论与对策 .....</b>	<b>25</b>
(一) 对策 .....	25
(二) 政策建议 .....	26
(三) 折价交易对新基金发行的影响 .....	28
<b>第四章 关于中国封闭式基金转型的思考 .....</b>	<b>30</b>
<b>一、封闭式基金转型的原因分析 .....</b>	<b>30</b>
<b>二、对封闭式基金转为开放式基金的可行性分析 .....</b>	<b>32</b>
<b>三、中国封闭式基金转型面临的问题的研究 .....</b>	<b>33</b>
(一) “封转开”的理论问题 .....	33
(二) “封转开”后的交易结算问题 .....	34
(三) “封转开”后的赎回风险问题 .....	34
<b>四、对中国封闭式基金转型的建议 .....</b>	<b>35</b>
<b>五、美国基金转型中的问题及我国的启示 .....</b>	<b>37</b>
<b>附表一：20 家封闭式基金的平稳性 .....</b>	<b>39</b>
<b>附表二：逐步回归结果 .....</b>	<b>40</b>
<b>参考文献 .....</b>	<b>41</b>
<b>致    谢 .....</b>	<b>43</b>

## Contents

<b>Introduction .....</b>	<b>1</b>
1、 Study Background and Question Presentation.....	1
2、 Significance of Selected Topic .....	2
3、 Analytical Approach .....	3
4、 Dissertation Layout.....	3
<b>Chapter 1 Introduction of Closed-end Fund Discount .....</b>	<b>4</b>
1、 Definition of Closed-end Fund Discount .....	4
1.1 Definition of Closed-end Fund .....	4
1.2 Closed-end Fund Discount .....	4
2 、 Development and Status Quo of Closed-end Fund in Foreign Country ..	4
2.1 Development of Closed-end Fund in Foreign Country .....	4
2.2 Status Quo of Closed-end Fund in Foreign Country .....	5
2.3 Cause of Formation of Closed-end Fund discount in Foreign Country .....	6
3、 Status Quo and Characteristics of Closed-end Fund Discounts in Our Country ..	9
3.1 Development of Closed-end Fund in Our Country .....	9
3.2 Characteristics of Closed-end Fund Discounts in Our Country .....	9
3.3 Cause of Formation of Closed-end Fund discount in our Country .....	10
<b>Chapter 2 Summarization of Existing Literature .....</b>	<b>12</b>
1、 Explanation under Rational Theory.....	12
1.1 Theory of Capital Gains Tax Liability .....	12
1.2 Theory of Illiquidity of Asset .....	13
1.3 Theory of Cost of Agency .....	14
1.4 Theory of Market Segmentation .....	14
1.5 New Explanation under Rational Theory .....	15
2、 Explanation under Behavioral Financial Theory.....	16
2.1 Hypothesis of Noise Trade and Hypothesis of of Investor Sentiment .....	16
2.2 Criticism of Hypothesis of of Investor Sentiment .....	18
<b>Chapter 3 Empirical Study on Closed-end Fund in Our Country ...</b>	<b>20</b>
1、 Statistical Feature of Closed-end Fund in Our Country .....	20

1.1 Test of Stationary.....	20
1.2 Co-integration of Discount Rates .....	21
<b>2、 Empirical Study on Closed-end Fund in Our Country .....</b>	<b>22</b>
2.1 Stepwise Regression.....	22
2.2 Subsection and Stepwise Regression .....	24
<b>3、 Conclusion and Countermeasures .....</b>	<b>25</b>
3.1 Countermeasures .....	25
3.2 Policy Suggestion.....	26
3.3 Influences on New Issue.....	28
<b>Chapter 4 Discussion on Transforming Mechanism .....</b>	<b>30</b>
1、 Reasons for Transformation.....	30
2、 Feasibilities of Transformation .....	32
3、 Problems of Transformation .....	33
3.1 Theory Problem.....	33
3.2 Clearing Problem .....	34
3.3 Buy-back Risk.....	34
4、 Suggestion on Transformation .....	35
5、 Enlightenment of American Case .....	37
<b>Appendix 1 .....</b>	<b>39</b>
<b>Appendix 2 .....</b>	<b>40</b>
<b>Reference .....</b>	<b>41</b>
<b>Compliment .....</b>	<b>43</b>

## 导 论

### 一、研究背景与问题提出

自 1998 年基金开元、基金金泰成功发行，至 2003 年停止封闭式基金发行，我国共有 54 只封闭式基金，总规模为 817 亿份。根据统计，至 2006 年 3 月 7 日，大盘封闭式基金折价率为 46.48%，中小盘封闭式基金折价率为 20.58%，折价水平均处历史高位。放眼世界，如此高的折价率是不常见的。封闭式基金的折价交易现象，无论在我国的资本市场还是国外发达的资本市场都是普遍存在的。封闭式基金（closed-end fund）份额和存续期间固定，期满时投资者可以按净值赎回。它通常持有股票、债券等可以在我国资本市场流通的资产，由于在存续期间封闭式基金不可赎回，只能在二级市场上变现从而实现投资收益。因而，封闭式基金的变现能力就受到一定的限制，这往往表现在基金的市场价格与其单位资产净值（NAV）之间存在不一致，我们通常将两者的比率定义为基金的折价率（或者溢价率，即负的折价率）<sup>①</sup>：

$$D_{it} = \frac{price_{it} - NAV_{it}}{NAV_{it}} \times 100 \quad (1.1)$$

这一现象被 Lee, Shleifer, Thaler (1991) 称之为“封闭式基金之谜”。要解释这一现象，必须深入分析带有基础性特征的各种因素如何对封闭式基金的交易价格产生影响及影响的程度，从而找出基金折价交易的内在机制。研究过程中，Lee, Shleifer 和 Thaler 总结了封闭式基金令人困惑的四个现象。<sup>[1]</sup>首先，封闭式基金通常以折价进行交易，而有效市场假说（efficient market hypothesis）认为金融资产的价格应等于其基础价值（fundamental value），这两者之间似乎有矛盾。其次，新基金在初始发行（IPO）时，由于有启动成本和认购成本，初始投资者通常以溢价购买，但新基金交易一段时间后，溢价会消失并出现折价（Weiss, 1989）。<sup>[2]</sup>令人困惑的是投资者为什么不去购买以折价交易的其他基金，或等到新基金出现折价后再购买呢？再次，封闭式基金的折价变动与一年当中的时期有关（time-series

<sup>①</sup>为了符合中文表达习惯，本文后面部分的折价或折价率的含义与该式符号相反，即基金价格小于净值为折价，并且小的幅度越大，折价率越高。

variation），这种变动具有重复性。利用这种变动的全年投资策略可以有 4% 的回报率（Thompson, 1978），即在封闭式基金大幅折价时买入，在折价缩小到某一百分比时卖出。<sup>[3]</sup>这种市场无效率的现象既不能用代理成本来解释也不能用市场风险变动来解释。最后，当封闭式基金宣告将被改组为开放式基金或清盘时，基金价格将迅速上升，折价显著减少，最终改组或清盘成功时，折价将会消失。Brickley 和 Schallheim（1985）也曾证实封闭式基金在转型或清盘期间，将会给与持有者以超出正常水平的回报。<sup>[4]</sup>国外许多研究金融领域问题的学者对封闭式基金折价交易的现象进行了深入的研究，这不仅仅是为了解释上述几个令人迷惑的现象，更重要的是，折价现象似乎违背了有效市场假说。因为折价代表着基金市场价格与其资产净值的背离，也代表着具有一定的获利机会。如果市场是有效的话，为什么折价（也就是获利机会）会长期持续呢？因此，不管是捍卫或反对有效市场假说的人都不能回避这一现象。

## 二、选题意义

在西方证券市场上，绝大部分封闭式基金呈现出折价交易，折价幅度大多在 10%-20% 之间波动。我国的封闭式证券投资基金在刚开始上市时，由于市场炒作和投资者对封闭式基金的市场价格定位认识不足，封闭式基金曾出现大幅度的溢价，但在其后的时间里，基金价格逐渐回落，直至出现了持续折价现象。本文从我国证券投资基金市场实际情况来分析，试图解释封闭式基金折价有何表现特征、影响封闭式基金折价的主要因素有哪些以及封闭式基金折价对于封闭式基金转型有何启示等问题，具有较强的实际意义。具体而言，主要体现在以下三点：

1、通过充分分析影响封闭式基金折价的各种内在原因，分析各种因素对折价幅度的影响程度，可以将基金折价率作为基金持股风险的一个判断依据，从而可以指导规范基金经理的投资行为，降低基金投资风险。

2、分析封闭式基金折价不仅有助于指导封闭式基金本身的管理和投资，而且由于影响封闭式基金折价的因素同样关系到开放式基金的赎回压力，因而它对开放式基金流动性管理也具有重要启示意义。

3、通过对导致封闭式基金折价交易因素的研究，不仅可以使基金投资者认清这一市场现象背后所存在的理论上的必然性，而且通过建立模型对基金折价幅度

进行定量分析，有利于投资者对基金价值的正确判断，及时发现偏离其合理价格的基金，从而获得盈利机会。

### 三、研究方法

借鉴国外的理论研究和实际操作的经验，结合中国国内市场的具体情况，在研究方法上，我们采取理论与实证研究相结合、定性分析与定量分析相结合的方法，主要是静态截面数据的多因素逐步回归及相关性分析。本文在第三章首先对我国封闭式基金折价现象做一个描述性统计，并对影响基金折价的因素做一个初步的分析判断，然后运用多变量逐步回归分析的方法，分析影响我国基金折价率大小的具体因素。

### 四、文章结构安排

本文共分五部分，导论部分介绍了论文的研究背景及创作思路，第一章介绍了封闭式基金的折价现象及各国普遍存在的基本规律，第二章回顾了各国学者对封闭式基金折价问题所作的研究，这些文献和理论是本文研究的重要基础。第三章首先运用统计的方法列示了我国封闭式基金溢/折价率的基本特征，接着通过回归的方法，利用我国封闭式基金各相关数据对其溢/折价率进行实证分析，这有助于清晰地观察各相关因素对封闭式基金折价的影响。最后，在研究的基础上，本文给出研究的结论并对封闭式基金转为开放式基金的可行性进行分析。

## 第一章 封闭式基金折价交易概述

### 一、封闭式基金及其折价交易的相关概念

#### （一）封闭式基金概述

证券投资基金是一种将众多不确定的投资者的资金汇集起来，委托专业的金融投资机构进行管理和操作，所得收益按出资比例由投资者分享的一种投资工具。证券投资基金品种繁多，从不同角度可以进行不同分类。根据基金份额是否可以增加或赎回，证券投资基金分为封闭式基金与开放式基金。封闭式基金是指经核准的基金份额总额在基金合同期限内固定不变，基金份额可以在依法设立的证券交易场所交易，但基金份额持有人不得申请赎回的基金。开放式基金是指基金份额总额不固定，基金份额可以在基金合同约定的时间和场所申购或者赎回的基金。

#### （二）封闭式基金的折价交易

封闭式基金具备不同于开放式基金的双重定价特性：一方面封闭式基金投资于股票、债券、银行存款等投资工具（西方国家的投资范围更广泛），依照基金所持有的现金及各类投资产品的总市场价值形成了基金净值；另一方面，为保持基金在封闭期内的流动性，封闭式基金作为一种交易品种在证券交易所市场上挂牌买卖形成了基金的市场交易价格，这一价格除了受资产净值影响以外，还要受市场供求关系的影响。因此基金的价格常常会背离基金的资产净值，产生基金价格和基金资产净值之间的不一致现象。这种封闭式基金的市场价格高于或低于资产净值的现象，我们称之为“溢价”或“折价”。西方国家的研究表明，封闭式基金的市场价格长期低于基金净值，成为一个不解之谜。

### 二、国外封闭式基金的发展及其折价交易现状

#### （一）国外封闭式基金发展概况

封闭式基金是世界上最早出现的基金类型，第一个封闭式基金 1893 年在英国诞生，而最早的开放式基金 20 世纪 20 年代在美国出现，从时间上看，封闭式基金比在美国最早的开放式基金早 30 多年。尽管如此，由于封闭式基金没有赎回机



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库